

中国经济的“富贵病”： “外汇储备过多症”

周 宇

内容提要 2005年,世界银行在其《全球发展金融》报告中指出了发展中国家过度持有外汇储备的危害。这一问题的提出对我国外汇储备政策敲响了警钟。从我国的实际情况来看,外汇储备过度增加的负面效应正在逐步显露出来,因此,尽快扭转这一状况已成为我国政府必须面对的重要挑战之一。

关键词 外汇储备 汇率制度 人民币汇率

作者简介 周宇,上海社会科学院世界经济研究所副研究员。

中图分类号:F830.2 **文献标识码**:A **文章编号**:1007-6964[2006]02-051111-1003

“外汇储备过多症”已成为危害中国经济健康的“富贵病”。2003年以来,外汇储备过度增长的负面效应逐渐显露出来,2003年国际社会出现的“人民币升值论”、2004年中国遭遇的一时性通货膨胀风险、2004年下半年中国外汇资产面临的缩水问题,以及2005年中欧、中美之间发生的贸易摩擦,都在一定程度上与外汇储备的过度增长有着一定的联系。因此,降低外汇储备的增长速度已成为我国金融监管当局的重要课题之一。

一、经济“富贵病”

众所周知,像人的身体一样,经济也有患各种“疾病”的可能性。就人的身体而言,因为营养过剩而引起的疾病,通常被称为“富贵病”。一个非常有趣的现象是,有时候,一些国家的经济也会因为“营养”过剩而患类似的“富贵病”。

在经济“富贵病”中,最有名的病症,是20世纪60年代以后出现的“荷兰病”。荷兰本来是以制造业为中心的发达工业国家,进入60年代后,天然气油田

的发现使荷兰成为资源丰富的国家,此后,资源出口引起经常收支顺差的增加,后者又引起汇率升值,而汇率升值又成为妨碍制造业发展的重要障碍。受“荷兰病”的拖累,到80年代初期为止,荷兰经历了一场前所未有的经济危机。

20世纪后期,一些发展中国家的经济也曾遭受过类似“富贵病”的困扰。其中影响最大的是90年代起因于大量资本流入的金融危机。到20世纪90年代为止,资本短缺一直是妨碍发展中国家经济发展的主要瓶颈。进入90年代后,在美国低利率政策的影响下,外国资本开始大量涌入新兴市场国家,这些外国资本给新兴市场国家的经济带来了前所未有的繁荣和希望。但是过度流入的外国资本也给这些国家的经济发展带来了一系列的问题。资本流入引起本币汇率高估和经常收支状况的恶化,而政府阻止本币升值的干预又增加了发生通货膨胀和泡沫经济的风险。其结果,由过度资本流入引发的经济环境的恶化成为资本流出的诱因,而突发性资本流出又成为了导致金融危机发生的原因。

“荷兰病”与20世纪90年代新兴市场国家经历

的困境有很多相似之处。早在 20 世纪 80 年代,著名经济学家保罗·克鲁格曼就已经意识到了“荷兰病”与资本流入负面效应的相同点。当时他在一篇论文(Krugman,1987)中指出,如同“荷兰病”一样,大量资本流入同样会导致名义汇率和实际汇率的升值,而汇率升值会引起本国出口竞争力的下降和制造业的衰退。正是基于这一判断,保罗·克鲁格曼提出了通过采取一时性资本流入限制措施,阻止大量资本流入的建议。后来,90 年代,一些新兴市场国家在大量引进外国资本时所面临的困境在一定程度上应验了克鲁格曼的先见之明。

与以上两种情况不同的是,当前危及我国经济发展的不利因素,既不是自然资源也不是外国资本,而

是过度增长的外汇储备。当前我国经济所患的这种稀有和奢侈的“富贵病”可以被称为“外汇储备过多症”。发展中国家一般都面临外汇储备不足的问题,因此,对这些国家来说,中国的“外汇储备过多症”也许是一种值得羡慕的“疾病”,但是对当事者的中国而言,这一“富贵病”已成为拖累中国经济发展的累赘。

经济富贵病常常起因于特定资源的过剩供给,基于这一特点,经济富贵病的最大危害是人们很难意识到其危害性,这是因为获得各种资源是发展经济的必要条件之一,因此,人们容易形成资源越多越好的错觉。这一点在我国也不例外。在很长一段时期内,外汇短缺是制约我国经济发展的重要瓶颈之一,基于这一事实,人们很难接受外汇储备有可能过多的结论。

中国外汇储备规模合理程度的评价

不同标准	适度标准	合理水平	超标倍数
(1)贸易支付标准	三个月的进口额	1269 亿美元(423 亿美元×3 个月)	3.2
(2)债务偿还标准	外债的 10-15%	290 亿美元(1936 美元×15%)	13.9
(3)流动性供给标准	短期外债余额	770 亿美元	5.2
(4)综合国力标准	GDP 的 10%	1411 亿美元(14110 亿美元×10%)	2.9

资料来源:国家外汇管理局 <http://www.safe.gov.cn>。以上为 2003 年年末数据,外汇储备余额为 4033 亿美元。

正因为如此,2002 年,当我国外汇储备接近 3000 亿美元大关,而一些经济学家对外汇储备过快增长表示担忧的时候,学术界马上被“外汇储备多多益善”的主流观点所支配。2003 年,中国的外汇储备突破 4000 亿美元大关,2004 年年底为 6099 亿美元,2005 年 7 月,已达到 7110 亿美元的规模。2004 年以后,“外汇储备多多益善”的说法开始销声匿迹,取而代之是人们对外汇储备过度增长的担心。

出现以上变化有两方面的原因:其一,从理论研究的角度来看,我国的外汇储备明显超过了合理水平。长期以来,根据经济发展的经验,经济学界开发出多种衡量外汇储备是否适度的指标。如上表所示,按照不同的标准进行衡量,我国外汇储备都已远远超过了合理水平。其二,从实际的经济影响来看,进入 2003 年后,“外汇储备过多症”的负面效应逐渐显露出来,由此引起的经济问题受到人们广泛的关注。受以上两方面因素的影响,2003 年以来,我国金融监管当局已开始设法减少和控制外汇储备的规模。我国的外汇储备政策迎来了一个重要的转折期。

二、“外汇储备过多症”的起因

从国际收支的视点来看,外汇储备的增加通常出现在以下三种情况:第一,经常收支顺差大于资本收支逆差;第二,资本收支顺差大于经常收支逆差,第三,经常收支和资本收支同时为顺差。从世界各国的现实情况来看,外汇储备增加主要出现在头两种情况下,而双顺差属于非常罕见的现象。

图 1 各国国际收支结构

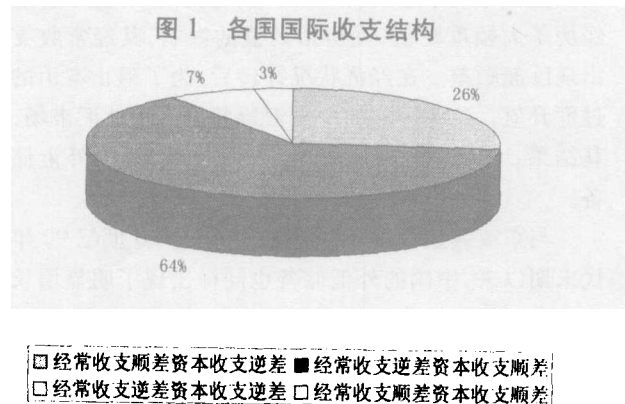
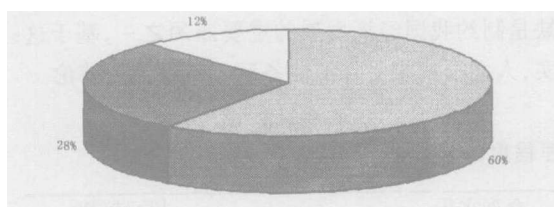


图1反映了1999-2003年世界各国国际收支的基本情况。通过这一资料,我们可以看到,在世界范围内,很少有国家持续保持经常收支和资本收支双顺差或双逆差的格局。在163个调查对象国家中,二者所占的比例仅为10%,其中保持双顺差的国家只占3%。其余90%为“一顺一逆”的国家,其中经常收支顺差、资本收支逆差的国家为26%,经常收支逆差、资本收支顺差的国家为64%^①。

图2 外汇储备增加的来源



□ 资本收支顺差 □ 经常收支顺差 □ 双顺差

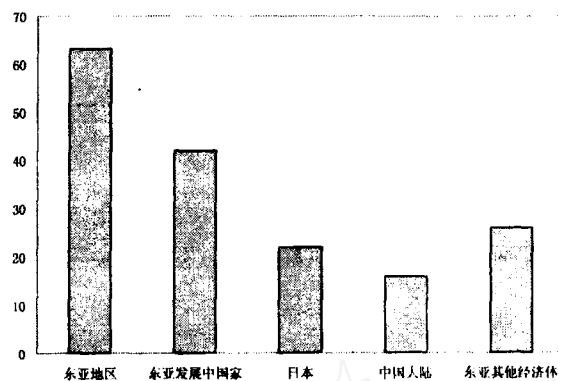
资料来源:IMF, International Financial Statistics yearbook 2005.

另外,就外汇储备来源而言,外汇储备的增加主要出现在资本收支顺差大于经常收支逆差的情况下。图2反映了世界各国外汇储备增长的具体途径,图中的数据为1999-2003年的平均值^②。图2显示,在外汇储备增加的国家中,6成以上的国家来自资本收支顺差,近3成国家来自经常收支顺差,其余一成国家来自资本收支和经常收支双顺差。从地区分布来看,经常收支顺差和双顺差的国家主要为东亚国家和中东产油国。图3反映了东亚地区外汇储备的相对规模。亚洲金融危机平息后,东亚国家和经济体的货币普遍经历了大幅度贬值,受货币贬值的影响,其经常收支出现巨额顺差。在经济状况好转后,为了阻止本币的过度升值,这些国家的中央银行频繁干预外汇市场,其结果,有相当一部分经常收支顺差转化为外汇储备。

与东亚其他国家和经济体一样,自20世纪90年代末期以来,中国的外汇储备也同样出现了明显增长的势头,但是,从外汇储备形成的背景和来源来看,二者存在明显的差异。如上所述,在其他东亚国家和经济体,本币贬值成为外汇储备增加的主要原因。与此形成鲜明对照的是,这一时期中国的人民币汇率不仅

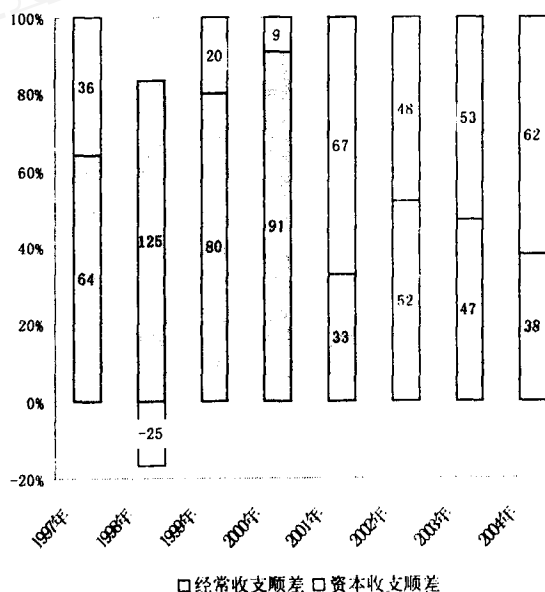
没有贬值,实际汇率甚至出现了升值趋势。另一个重要区别是其他东亚国家和经济体的外汇储备来自经常收支顺差,而中国的外汇储备来自经常收支和资本收支双顺差。

图3 2004年东亚地区外汇储备占全球之比(%)



资料来源:IMF, International Financial Statistics yearbook 2005.

图4 外汇储备增加的来源(%)



□ 经常收支顺差 □ 资本收支顺差

图4反映了我国经常收支和资本收支双顺差对外汇储备增加的贡献度。从图4可以看出,除1998年

①各国的国际收支状况通常处于变化之中,考虑到这一因素,本数据分类以5年中的多数年份为主。

②数据中的资本收支包括误差与遗漏项目。

以外,中国国际收支一直保持了双顺差的格局。就外汇储备增加的来源而言,到2000年为止,经常收支顺差的贡献度要高于资本收支顺差,2001年以后,这一格局开始发生明显变化,除2002年以外,其他年份资本收支顺差规模都超过了经常收支顺差。

从以上分析中我们可以看到,双顺差的增加是中国外汇储备增长的主要来源。但是从更深层次的分析来看,“外汇储备过多症”的根源存在于中国经济特有的结构因素、市场因素、政策因素和制度因素之中。这一联系表现在以下几方面:

第一,外汇储备的过度增加在一定程度上起因于“低劳动力成本”这一结构因素。在经常收支方面,低劳动力成本和生产率的迅速提高是引起贸易收支顺差,进而引起经常收支顺差的主要原因。另外,就贸易收支顺差的形成而言,5成以上的出口来自外资企业,因此,外资企业发挥了非常重要的作用。在资本收支方面,以利用低劳动力成本和开拓巨大市场潜力为目的的巨额直接投资流入是形成资本收支顺差的重要原因之一。

第二,人民币升值预期等市场因素助长了外汇储备的增加。人民币升值预期与外汇储备的联系表现为:一方面,外汇储备的快速增加导致了人民币升值预期的形成;另一方面,人民币升值预期的形成又加速了外汇储备的增加。

在经常收支方面,随着人民币升值预期的上升,贸易项目和经常转移项目下的资金流入急速增加,其中有一部分资金流入属于变相的“热钱”流入。资本收支也面临同样的问题,一部分“热钱”正通过直接投资的渠道进入我国境内,而且受人民币升值预期的影响,企业借款形式的资本流入明显增加。另外,值得注意的是,人民币升值预期还助长了“误差与遗漏”项目下的“热钱”流入,2002年以来,“误差与遗漏”项目由巨额逆差转为顺差,这部分资金流入也转化为了外汇储备。

从资本收支顺差规模的变化来看,资本流出的减少是引起顺差增加的重要因素之一。20世纪90年代后期,以银行对外投资为主要内容的“其他投资”是资本流出的主要渠道,但是,2001年以后,在人民币升值预期的影响下,该渠道的资本流出明显减少,出现这种情况是企业和个人结汇增加,银行外汇存款增长缓慢的结果。资本流出的减少是引起资本收支顺差超过经常收支顺差的主要原因。

第三,在政策导向方面,传统的对外开放策略也在一定程度上助长了双顺差的形成。在外汇管理方面,鼓励外汇流入和限制外汇流出的政策助长了外汇储备的增加。外汇管理涉及资本项目和经常项目两部分内容,因此这一政策的内容和影响又可以细分为两个方面:一是鼓励资本流入和限制资本流出的金融开放策略助长了资本收支顺差;二是鼓励出口和限制进口的贸易开放策略助长了经常收支顺差。

第四,非弹性汇率制度和外汇结汇制度是导致双顺差出现的制度因素。国际收支出现双顺差的一个必要条件是非弹性汇率制度的存在,这是因为在自由浮动汇率制度下,政府不干预外汇市场,外汇储备原则上不发生变化,因此,经常收支顺差(逆差)必然等于资本收支逆差(顺差)。在非弹性汇率制度下,为了维护特定的汇率水平,政府必须买入大于需求部分的外汇供给,其结果贸易顺差和资本流入基本上会转化为外汇储备。而强制性结汇制度从法律上促成和保证了这一转化过程。

从以上四点可以看出,外汇储备的增加是经济结构因素、市场因素、政策因素和制度因素相互作用的必然结果。

三、“外汇储备过多症”的主要危害

如前所述,近年来,随着外汇储备规模的不断扩大,“外汇储备过多症”的负面效应逐渐显露出来。这些负面效应可以归纳为以下几个方面:

首先,外汇储备规模已成为外国政府要求人民币升值借口的。2003年,以美日为首的发达国家在要求人民币升值时,一直把外汇储备的增加作为中国干预外汇市场的把柄,并以此为依据,要求中国扩大汇率制度弹性和实现人民币升值。近年来,我国的经常收支和资本收支为顺差,双顺差助长了外汇市场的升值压力,为了阻止人民币升值,央行不得不大量买入外汇,其结果,外汇储备迅速增长。尽管政府的干预缓解了外汇市场的升值压力,但却引发了来自外国政府的升值压力。

其次,在特定时期,外汇储备的增加助长了通货膨胀风险。政府通过买入外汇、卖出本币的形式,干预外汇市场自然会引起货币发行的增加,而货币发行的过度增加又会成为诱发通货膨胀的因素。到2002年为止,我国宏观经济处于通货紧缩状态,因此,这一问

题没有显露出来,进入2003年以后,随着我国物价指数的上升,外汇储备增加与通货膨胀的联系开始引起人们的关注。

在这一问题上,尽管政府可以通过“对销”政策吸收过多的货币,但是这一做法需要支付一定的成本,并且其效果受到市场规模的限制。就其成本而言,央行通过发行债券回收货币时,需要支付利息,据一些人士推算,以2004年的利率水平为例,这一成本每年大约达到150~200亿美元的规模。另外,在效果方面,如果外汇占款渠道投放货币的规模过大,债券市场的规模太小,政府就无法有效阻止通货膨胀的发生。2005年中国外汇储备的增加额有可能接近2000亿美元,这一庞大的规模明显增加了政府实施“对销”政策的难度。

另外,外汇储备的过度积累导致了大量国民财富的变相流失。我国外汇储备的规模已超过实际引进外资的总和,截止到2005年11月,我国实际使用外资金额已超过6000亿美元大关,外汇储备的规模已超过7000亿美元大关,这相当于由外国直接投资引起的外汇资金流入全部转化为了外汇储备。外国企业在中国的投资多为高收益的长期投资,而外汇储备主要为低收益的短期政府债券投资,二者的差价实际上是国民财富的变相流失。2005年,我国政府、个人和企业的外汇资产已达到近10000亿美元的规模,其中75%为政府外汇储备,而这75%的资产主要投资于收益率为2~3%左右的国外短期政府债券。这一状况说明,我国对外资产的质量存在严重的问题。

最后,政府几乎承担了对外资产价格和汇率变动的所有风险。如上所述,我国对外资产的75%左右为外汇储备,而外汇储备的70~80%为美元资产,美元资产中的70~80%为各种政府债券,(其中美国国债大约占30~40%),因此,资产价格和汇率的变动风险都必须由政府来承受。一般而言,美元贬值会引起美国利率的上升和美国国债价格的下降,据一些人士推测,如果美元下跌20~40%,中国外汇储备由美元和美国国债价格下跌引起的损失可达900~1500亿美元。

四、治疗“外汇储备过多症”的“处方”

考虑到“外汇储备过多症”的负面影响,近年来,如何克服这些问题已成为我国政府和学术界普遍关心的问题。前面已提到,外汇储备的增加是经济结构

因素、市场因素、政策因素和制度因素相互作用的必然结果。基于这一判断,治疗“外汇储备过多症”的方法不外乎改变和消除其生成的条件。具体而言,有以下几种可供选择的“处方”:

第一,改变现有的汇率制度,大幅度扩大汇率制度弹性或采用自由浮动汇率制。这一处方涉及到制度因素的调整,这也是国际货币基金组织(IMF)给我国政府开出的“处方”,IMF的着眼点主要是预防通货膨胀风险。这一措施对减少外汇储备具有明显的作用。如前所述,在纯粹的自由浮动汇率制度下,政府不干预外汇市场,因此外汇资金的流入不会引起外汇储备的增加。

这一“处方”的副作用是,在存在双顺差的背景下,扩大汇率制度弹性的改革必然会伴随人民币汇率的升值,而人民币汇率升值有可能恶化我国就业和对外经济状况。此外,扩大汇率制度弹性还会增加汇率变动风险。

2005年7月,我国进行了扩大汇率制度弹性的改革和适度调整了人民币汇率水平。这一措施属于该“处方”的改革内容。但这次汇率制度和水平的调整都属于微调,因此不会明显改变外汇储备的增加趋势。

第二,在基本维持非弹性汇率制度的前提下,实施大幅度的人民币升值。这一处方主要通过改变市场升值预期和提高实际汇率水平的途径,抑制外汇储备的增加,因此该处方属于市场因素的调整。与第一种处方的相同之处是:从结果来看,二者都会出现人民币汇率的大幅度升值,所不同的是,前者通过市场的自我调节实现人民币升值,后者借助政府的调节完成人民币升值。二者的另一个差异表现为,第一个处方会增加日常汇率变动的风险,后一种处方可以避免这一风险。

该处方的负面效应是大幅度汇率升值有可能危害健全的经济的发展。另外,如果一次性升值没有完全释放升值压力,那么以货币投机为目的的“热钱”流入有可能加速外汇储备的增加。

第三,在保持非弹性汇率制度的前提下,放松或取消外汇结汇制度。这一处方也属于制度因素的调整。就这一改革措施而言,有几种选择方案:一是让一部分金融机构保留外汇资产;二是容许金融机构和企业保留外汇资产;三是容许金融机构、企业和个人保留外汇资产。这类改革措施的作用是通过鼓励民间部门持有对外资产的方法,抑止外汇储备的增长。换一

个角度来看,这一方法实际上是把官方对外资产转化为民间对外资产,而我国对外资产的总规模并不发生变化。

这一“处方”也有一定的局限性,因为在存在人民币升值压力的背景下,金融机构、企业和个人会设法减少外汇资产而不是增加外汇资产,其结果有可能无法起到减少外汇储备的作用。

第四,通过改变开放策略,减少经常收支和资本收支双顺差的规模。这一处方属于政策性因素的调整。在经常收支方面,减少和取消出口优惠政策,同时进一步降低进口关税和取消其他进口限制性措施。在资本收支方面,采取鼓励对外投资和促进资本流出的开放策略,同时适当采取限制短期资本流入的政策。2003年以来,我国政府已在这方面出台了一系列的新政策,如鼓励“走出去”的战略属于这一类型的对策。

这一“处方”的问题在于,促进对外投资的政策可能对国内资本市场产生不利影响,比如QDII迟迟不能出台是因为这一措施有可能分流国内资本市场的资金供给,从而对股市产生负面影响。另外,在金融监管体系不完善的情况下,开放资本流出有可能助长不法资本外逃和引起国有资产的流失。

第五,调整外汇储备结构,以此降低汇率变动风险。这一处方涉及到央行投资策略的调整。当前在这方面主要有两种建议:一是中央银行降低美元外汇储备资产和增加欧元、日元外汇储备资产;二是购买黄金和其他物资资源,增加实物储备。

这一“处方”在一定程度上可以降低汇率变动风险,但无助于解决“外汇储备过多症”的其他问题。

五、结束语

以上,本文比较了治疗“外汇储备过多症”的五种处方。在这些处方中,作为减少外汇储备的手段,“采用浮动汇率制”和“实施大幅度人民币升值”的处方也许最为有效,但这两个方法有可能破坏我国经济发展的良性循环,因此必须谨慎启用这两套方案。另外,就“调整外汇储备结构”的处方而言,因为其作用非常有限,因此只能视为辅助性措施。

与以上几个处方相比,“结汇制度改革”和“开放策略调整”的处方副作用较小,因而具有较大的实用

价值,这也是我国政府当前主要采取的对策。2003年以来,我国政府在这方面采取了一系列措施,但是从总体上看,这些措施在抑制外汇储备增长速度方面,没有发挥明显的作用。出现这种结果,一个重要的原因是,一些措施的力度还不到位。比如在促进进口方面,我国还有降低关税的空间,在促进资本流出方面,还有许多的渠道没有正式开通。我国应尽快加速出台这方面的改革措施。

任何改革措施都有潜在的风险,降低风险的有效方法之一是及时、主动地选择和实施风险较小的改革方案,以免错过解决问题的时机。如果我国无法改变外汇储备过快增长的势头,那么一旦国内通货膨胀风险上升,政府将不得不考虑进一步扩大汇率制度弹性和容忍人民币汇率的大幅度升值,这种被动的选择有可能会付出更大的代价。□

(责任编辑:陆福英)

参考文献:

1. 吴念鲁、陈主庚:《人民币汇率研究》,中国金融出版社2002年版。
2. 姜波克、陆前进:《汇率理论和政策研究》,复旦大学出版社2000年版。
3. 余永定,何帆主编:《人民币悬念》,中国青年出版社2004年版。
4. Calvo Guillermo A and Carmen M. Reinhart (2000), "Fear of Floating", NBER Working Paper. 7993.
5. Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper 7418.
6. Frankel, Jeffrey A. (1999), "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All times" NBER Working Paper 7338.
7. Krugman, Paul (1987), "The Narrow Moving Band the Dutch Disease and the competitive Consequences of Mrs Thatcher". Journal of Development Economics, (October):41-55, Elsevier Science Publishers B.V, Amsterdam.
8. McKinnon, Ronald I. (2000), "After the Crisis, the East Asian Dollar Stand Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging", Stanford University.